

Analyse/Wissen:

Wie funktionieren eigentlich Bonuszertifikate ?

Es klingt verlockend:

- Mindestrückzahlung von 140 % der investierten Summe nach 7 Jahren.
- 100%ige Partizipation am Aktienindex (z.B. DJ Eurostoxx 50), wenn dieser bis zur Fälligkeit in 7 Jahren stärker als 40 % steigt.
- Rückzahlung zum Indexwert, wenn der Index während der Laufzeit einmal unter 50 % seines Ausgangswertes (zum Investitionszeitpunkt) fällt.

Ein Beispiel: Der Eurostoxx 50 steht zum Investitionszeitpunkt heute bei 2400. Fällt er während der Laufzeit nicht unter 1200, erhält der Investor bei Fälligkeit entweder 140 % seines Investitionsbetrages oder mehr (wenn der Index stärker als 40 % gestiegen ist). Das Risiko: Nur wenn der Index einmal während der Laufzeit unter 1200 fällt, erhält der Investor zum Schluß als Ertrag die prozentuale Veränderung des Index.

Auf den ersten Blick ein sehr attraktives Angebot. Eine Mindestverzinsung von knapp 5 % p.a., die Chance an wesentlich höheren Kurssteigerungen teilzunehmen – bei einem verständlichen und überschaubaren Risiko.

Es stellt sich die Frage, wie Banken so etwas anbieten können. Wenn so einfach Mindesterträge erzielt werden können, warum wurde dies in der Vergangenheit nicht gemacht?

Nun, die Konstruktion eines derartigen „Bonuszertifikates“ ist leicht nachvollziehbar. Es handelt sich um ein Paket eines Indexzertifikates und einer (exotischen) Option. Beide sind für sich genommen schon lange am Markt verfügbar und können deswegen auch separat gehandelt werden – allerdings kaum für den Privatinvestor. Die Bewertung und der Handel der exotischen Option ist einer kleinen Zahl von Spezialisten vorbehalten.

Die Struktur eines Bonuszertifikates sei an nachstehendem Beispiel erläutert:

100 % wird für den Kauf eines DJ Eurostoxx 50 Kursindexzertifikates verwendet.

17 % kostet der Kauf eines „D & O Puts“ („D & O“ bedeutet „Down & Out“) auf der Basis von 140 % des heutigen Kurswertes. Das heißt, nach 7 Jahren hat der Käufer des Puts das Recht, die Aktien zu 140 % des heutigen Kurswertes zu verkaufen. Der Put wird allerdings wertlos, wenn der Kursindex zwischenzeitlich unter 50 % des heutigen Wertes fällt („Down & Out“).

Die 17 % werden durch den Dividendenverzicht des Investors in den nächsten 7 Jahren finanziert. Das Bonuszertifikat zielt nämlich auf den Kursindex; die Dividendenzahlungen entgehen dem Investor.

Bleibt die Frage, wie die Bewertung der exotischen „D & O Option“ zustande kommt. Ohne den Risikofall (die Option wird wertlos, wenn der Index um 50 % fällt), hätte die Option einen „inneren Wert“ von mindestens 40 % der Investitionssumme, nämlich die Differenz zwischen dem Indexstand von 100 % heute und dem Basispreis von 140 %. Die hohe Volatilität der Märkte in den letzten Jahren führte jedoch dazu, daß der Risikofall hoch und die D & O-Option deswegen niedriger bewertet wird.

Die „faire Bewertung“ von Optionen geschieht nach dem sogenannten „Black & Scholes“-Modell. Im Jahre 1973 legten die amerikanischen Professoren Black und Scholes ein Bewertungsmodell zur Bestimmung „Fairer Optionspreise“ vor. Das Modell beruht auf den sogenannten Duplikations- und Arbitrageprinzipien und war bahnbrechend für die Entwicklung an den Finanzmärkten. Ein wesentlicher Einflußfaktor für die Optionsbewertung ist demnach die Schwankungsintensität des zugrunde liegenden Instrumentes (Volatilität) – neben Größen wie Laufzeit, Zinssatz, Basispreis und Kurs. Die Bewertung „exotischer Optionen“ wie einer „D & O Option“ folgt dabei dem gleichen Grundprinzip, ist jedoch für Außenstehende eine „Black Box“.

Bei der Analyse und der Nachbildung des Bonuszertifikates werden auch die Nachteile sichtbar:

- Das Instrument zielt auf die reine Kursentwicklung; Dividendenzahlungen gehen verloren.
- Die Fungibilität während der Laufzeit ist beschränkt, insbesondere die Bewertung eines „richtigen“ Kurses für Außenstehende praktisch nicht möglich.

Unsere Einschätzung:

Die lange Bindung und die Tatsache, daß wir nicht in der Lage sind, zwischenzeitlich einen „fairen“ Kurs zu bestimmen, hält uns von Investments ab. Wir bevorzugen ähnlich strukturierte Investments mit kürzeren Laufzeiten und transparenteren Bewertungen.

Frankfurt, den 15. Oktober 2003

Ernst-Ludwig Drayß

Bei Rückfragen wenden Sie sich bitte an:

Ernst-Ludwig Drayß	Tel.: 069-92 88 48-30	Email: edrayss@berlin-co.com
Ben Sinterhauf	Tel : 069-92 88 48-31	Email: bsinterhauf@berlin-co.com
Franz-Josef Mudry	Tel : 069-92 88 48-32	Email: fjmudry@berlin-co.com